2013.3　No.11

三井住友信託銀行

調査月報

SUMITOMO MITSUI
TRUST BANK

時論

輸出産業復活の方途……1

経済の動き

2013年度までの内外経済見通し
～複数要因で成長率は高まるが、デフレ脱却には至らず～……3
ユーロ圏中核国でも目立ち始めた景気格差……14
個人年金保険の3つの潮流～キーワードは「定額型」「小口化」「若年層」～……19

時論

輸出産業復活の方途

昨秋には 70 円台後半まで進んだ円ドルレートは、安倍内閣の成立前後から急速に円安方向に是正された。これを機に、GDP に占めるウェイトは 2 割程度ながらも、日本の景気循環を主導し、所得と需要の好循環の起点となる輸出産業が息を吹き返しつつある。株価も上昇したが、国債金利は今のところは低位安定を保っており、家計や企業マインドも上向きつつある。アベノミクスはまずは順調なスタートを切ったと言えよう。

輸出産業が、円安の副作用（足元の輸入物価は前年比 10%超上昇している）を補って余りある復活を遂げるかどうかは、世界経済の回復度合いに拠るところが大きいが、ここで気になるのは主要輸出産業の低収益体質である。「簡易延長産業連関表（2010 年）」を見ると、製造業の粗利益率（粗付加価値額／生産額）の平均値は約 30%である中、「乗用車」は 12.6%、「自動車部品・同付属品」は 18.9%、「半導体素子・集積回路」は 24.2%に止まっている。

とりわけ裾野の広い「乗用車」の粗利益率がこうも低いと、自動車部品産業のみならず電機部材産業にも恒常的に値下げ要請が行われたであろうし、雇用・賃金にも抑制圧力がかかり続けたであろう。輸出産業の低収益体質が改善されないままでは、円高の再燃、世界経済の減速、新興国における新たなライバル企業の台頭といった外的ショックに対する耐性も脆弱なままとなり、デフレ脱却への道筋も心許ない。

輸出産業が低収益体質に陥った要因としては次の点が考えられる。

第 1 は、近年の為替円高である。円高により円建ての手取り金額が目減りすることにより売上高が伸び悩み、それだけで利幅は圧縮されることになったであろう。

第 2 は、日本企業が得意とする「スリ合わせ」がコストアップ要因となった可能性である。加工・部品メーカーが技術と知恵を出し合う製造プロセスは、高い技術を組み込んだ日本ならではの製品を生み出す源泉となったものの、消費者が使うことが稀な機能満載の過剰品質に陥ったり、その過程で多くの時間・人材・資金を投入したり、取扱説明書を分厚く難解なものにしたり、結局は製造コストが嵩み、コモディティ化への対応が遅れてしまった面もあったのではないか。

第 3 は、為替円高が一企業の努力を超えるものがあったとしても、円建ての手取り減少分をカバーし、開発・製造・販売コストを回収するに足る価格設定ができなかったことである。換言すれば、販売価格を維持ないし引き上げても市場や顧客に受け入れられるような非価格競争力が十分ではなかったのではないか、ということである。

非価格競争力には多種多様なものがあるだろう。富裕層のステータスシンボルたるブランド力であったり、新興国の若い高収入層の見栄や虚栄心を満たす派手で奇抜なデザインであったり、永年同じ商品・サービスを提供する“マンネリ”がかえって安心感の拠り所となり、支持されるケースもあるだろう。さらには、販売金融の整備や購入後のアフターケア等の周辺サービス、乗

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

用車であれば事故時に運転者を守る車体や安全装置への信頼、環境やフェアトレードへの配慮などもあるだろう。

先日訪れたシンガポールでは、日本車も健闘していたが、ドイツ車を数多く見かけた。シンガポールで車を保有するには、車本体並みあるいはそれ以上の価格で新車購入権を入手する必要があり、ただでさえ高価なドイツ車は価格面では一段と劣後しそうなものだが、BMW で言えば 3 シリーズよりもハイグレードな 5 シリーズの車種が目立った。

ユーロ安の後押しもあったであろうが、ドイツ車のブランド力、非価格競争力の強さを見る思いであった。こうしたことの集積が、ドイツは日本と比して為替が変動しても、輸出収益力の変動が小さいというマクロパフォーマンスにつながるのであろう。

輸出を自国の成長戦略の柱に据えることは、先進国・新興国問わず共通のものになりつつある。これは、輸入代替戦略（高い関税障壁を設けて国内産業の保護・育成と経済成長を図る発展戦略）を選択した途上国が、概ね失敗したり限界に突き当たった事例を見てきた学習効果もあるが、現在のマクロ経済状況から見ても理に適っている。

財政事情が深刻な先進国は、財政支出拡大で景気浮揚を図ることは困難である。経常収支赤字やインフレに悩む新興国は、輸入増加や物価上昇圧力を伴う内需を適度に抑制しつつ経済成長を維持したい。輸出主導の経済成長は、財政・経常赤字の拡大やホームメードインフレという副作用が小さく、先進国・新興国双方にとって都合の良い成長戦略である。

近年はやや錯綜気味であり、自国産業の一部は保護したいとの思惑は透けて見えるものの、FTA や EPA 交渉が活発化しているのも、輸出市場を確保・拡大せんとする企図と上記マクロ経済事情があるためである。

輸出拡大をめぐる競争は、企業間のみならず国家間レベルになりつつある。このように考えると、輸出企業は製造プロセスの見直しや非価格競争力の向上を通じて粗利益率を引き上げることに、政府は輸出企業の底力を引き出す環境を整備することに、それぞれ努力を傾ける必要があるだろう。足元の為替円安による輸出採算や為替差益の改善に安穏としてはいられない。

（調査部長　金木 利公：Kaneki_Toshikimi@smtb.jp）

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。

2013 年度までの内外経済見通し

～複数要因で成長率は高まるが、デフレ脱却には至らず～

＜要旨＞

現在の日本経済はなお弱い状態にあるが、2013 年度に入れば米国・中国の景気安定と円安効果で輸出が伸び、更に安倍政権が打ち出した緊急経済対策による公共投資の増加や、年度後半からは消費税率引き上げ前の駆け込み需要もあって 2013 年度の成長率は＋2%まで高まるだろう。

しかし、この高成長は一時的な要因で押し上げられた部分が大きく、2014 年度以降の反動減が避けられない。このため国内企業の先行きに対するスタンスは慎重なままで、設備投資の伸びはさほど高まらず、家計所得の持続的な増加にも至らない。結果として 2013 年度末までにデフレ脱却が視野に入ることも期待できないと見る。

政府の要請もあって日銀の金融緩和強化が見込まれる中、長期金利はこの先も低水準で推移するというのが基本的なシナリオだが、既に回復著しい株価に引っ張られる形で長期金利が上昇する可能性がある他、公共投資の上積みで政府債務が更に増加し、円安の影響で経常黒字がゼロに近づくなど、いわゆる「悪い金利上昇」の芽も出てきている。総裁交代を控えた日銀の金融政策に関する不確実性もあって、長期金利の上昇要因が増えている点には留意しておきたい。

1. 日本経済の現状　～　弱い 10-12 月期 GDP、一方で高まる国内景気回復期待

2012 年 10-12 月期 GDP は前期比年率▲0.4%とマイナスであった。3 期連続のマイナスで、全体の数字としては弱いものに留まった（図表1）。

図表1　日本の GDP 成長率と需要項目別の寄与度

（前期比年率、%）

	2012年 1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	
	伸び率	伸び率	伸び率	伸び率	寄与度
G D P	6.0	▲ 1.0	▲ 3.8	▲ 0.4	▲ 0.4
個人消費	4.9	0.0	▲ 1.9	1.8	＋ 1.1
民間住宅	▲ 6.5	9.0	6.7	14.7	＋ 0.4
設備投資	▲ 10.0	▲ 1.0	▲ 13.7	▲ 9.9	▲ 1.4
民間在庫（年率兆円）	▲ 1.8	▲ 3.6	▲ 2.3	▲ 3.1	▲ 0.6
政府支出	6.0	1.6	1.5	2.4	＋ 0.5
公共投資	38.0	26.8	10.4	6.0	＋ 0.3
財・サービス輸出	14.2	0.2	▲ 19.0	▲ 14.0	▲ 2.2
財・サービス輸入	8.6	6.8	▲ 1.9	▲ 9.0	＋ 1.6

内需寄与度 ＋0.2%ポイント（うち民需▲0.5P、公需＋0.7P）

外需寄与度 ▲0.6%ポイント

（資料）内閣府「国民経済計算速報」

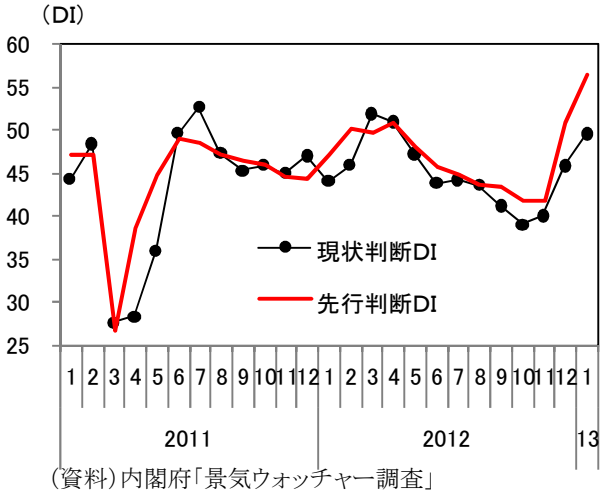
需要項目別の内訳を見ると、個人消費は前期比年率＋1.8%とプラスにはなったものの、7-9 月期の減少分同▲1.9%を取り戻したに過ぎず、その動きは明確に上向いているわけではない。住宅投資は復興需要や消費税率引き上げを睨んだ駆け込み着工が始まったこともあって高い伸び率となったが、設備投資は前期比年率▲9.9%と 4 四半期連続の減少となった上に、在庫の削減ペースも速まったことが成長率を押し下げ、国内民間需要の GDP 成長率に対する寄与度は▲0.5%ポイントとマイナスになった。設備投資が 1 年間に亘って減少していることは、国内企業が総じて慎重な姿勢を崩していないことを反映した動きであると考えられる。また輸出も前期比年率▲14.0%と、7-9 月期に続いて大幅に減少したために外需の寄与度も▲0.6%ポイントとマイナスになり、成長率に対してプラス寄与となったのは公的需要のみという姿であった。少なくとも 10-12 月期の GDP 成長率は、全体の伸び率もその内容も、内外需要の弱さが表れたものと言えるだろう。

その一方で、国内景気の回復期待が高まっている。昨年 11 月以来加速した円安と株高に続いて、12 月の鉱工業生産が前月比＋2.4%と増加し、更に 1, 2 月もそれぞれ同＋2.6%、＋2.3%と増産が続く予想となっていることが主な根拠である(図表2)。また、株高によって消費者マインド関連の指標が急激に改善していることも、景気認識に対するプラス材料となっている(図表3)。

図表2　日本の鉱工業生産指数

(資料)経済産業省「生産・出荷・在庫統計」

図表3　国内マインド指数



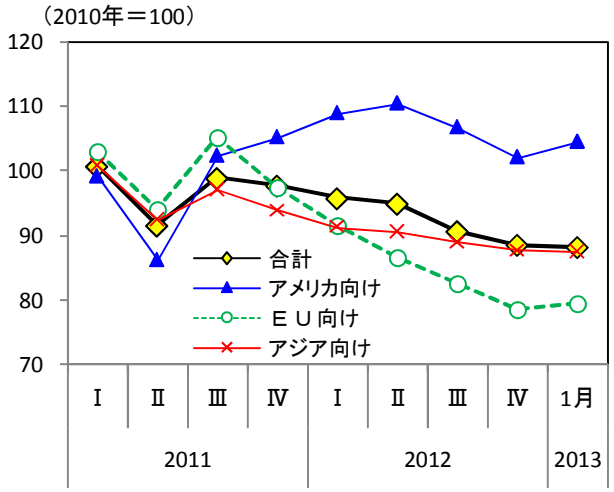
(資料)内閣府「景気ウォッチャー調査」

但し 12 月生産実績は前月比で増加したとは言え事前予想の＋6.7%を大幅に下回ったことや、輸出はようやく下げ止まった程度であることに鑑みれば、2 月までの生産は図表2に示したような明確な回復には至らず、横ばいか微増の範囲内に留まる可能性が高いと見る(次頁図表4)[1]。

また、急回復した消費マインドについても、この先エネルギー価格上昇をはじめとする円安のデメリットが徐々に現れてくる過程で弱い動きに転じる可能性もある上に、12 月の一人当たり賃金が前年同月比▲1.7%と、ボーナスを主因として減少が続く中では、個人消費が持続的に増加していくことも期待し難い状況と言える(次頁図表5)。

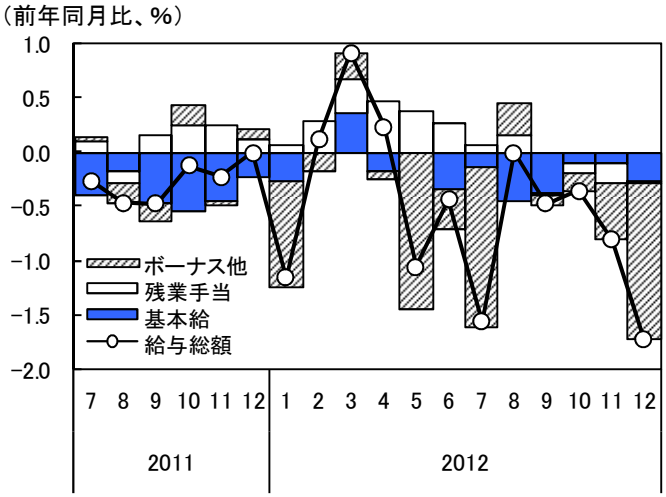
[1] 現在公表されている鉱工業生産指数においては、リーマン・ショック後の急変動によって季節調整に歪みが生じており、特に冬場の指数が押し上げられやすくなっていることはこれまでも度々指摘されている。この歪みを当部で補正して季節調整値を試算したところ 12 月の生産伸び率は前月比▲0.4%という結果が得られた。このことも、当部が目先の生産に対して慎重な見方を崩さない理由の一つである。

図表4　日本からの輸出の動き



（資料）財務省「貿易統計」

図表5　一人当たり賃金伸び率の推移



（資料）厚生労働省「毎月勤労統計」

更には、2012 年に入ってから4四半期連続で設備投資の減少が続いていることは（前掲図表1）、国内企業が先行きに対してかなり慎重な見方を保っていることを示している。これが即座に反転上昇して 2013 年に入ってからの設備投資が急回復するとは考えにくい。「緊急経済対策」として 1 月に打ち出された 2012 年度補正予算で約5兆円、2013 年度予算でも 5.3 兆円の公共投資が含まれており、今後の成長率は公共投資にかなり押し上げられるが、現在の日本の財政状況に鑑みれば、公共投資増加の持続性は乏しいと考えざるを得ないために、国内企業の成長期待を高めて設備投資を喚起する力は弱い。ある程度の持続性を伴う設備投資増加は、外需の安定的な回復を見た後であり、その時期は以下で見るように 2013 年度以降と予想する。

2. 海外経済の現状と見通し

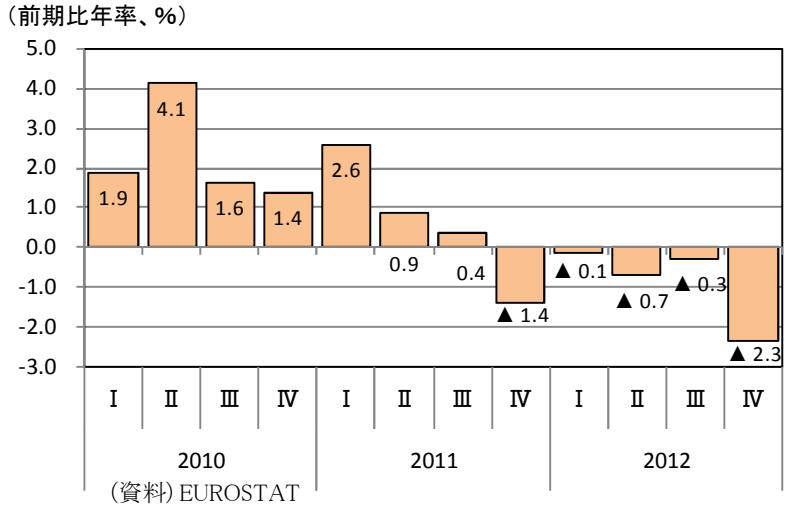
（1）欧州経済金融情勢　～　金融市場の落ち着きと実体経済悪化続く

2012 年の 7 月末から8月初めに、欧州中央銀行（ECB）が金融市場の安定化策導入の意向を示し、実際に 9 月に無制限の国債買い入れ策（OMT）を導入した時期から、欧州の金融市場は落ち着いた状態を維持している。一時は危険水域とされる7%を超えていたスペインの 10 年国債利回りは5%前後まで低下し、支援を受けながら国債買い戻しによって債務削減に成功したギリシャは、25%前後から 10%強まで劇的に低下した。ECB による OMT に加えて、欧州金融安定基金（EFSF）の後継的な位置づけである欧州安定メカニズム（ESM）が 10 月に発足しセーフティネットの整備が進んだこと、そして金融システム安定への寄与が期待される銀行同盟に向けた議論が徐々に進み始めていることなどが、金融市場に安心感をもたらしているものと考えられる。

しかし金融市場の落ち着きとは逆に、この間のユーロ圏実体経済は全体として悪化し、国家間格差が拡大した。ユーロ圏の 10-12 月期実質経済成長率は前期比年率で▲2.3%とマイナス幅が拡大し、5四半期連続のマイナス成長となった（次頁図表6）。こうした実体経済の悪化は、税収減を通じて各国財政を悪化させるだけでなく、不良債権増加を通じて銀行部門の経営を圧迫する要因となる。ユーロ圏経済は今なお財政・金融・実体経済という三者間の悪循環から抜け出したとは言い

切れない。この先も、金融市場が緊張の度合いを高める局面を迎え、それに対する対策が講じられて落ち着きを取り戻し、その後再び別の問題が浮上するという循環を繰り返すことになるだろう。強い不確実性が残る中で家計や企業が支出・投資を増やしにくい状態が続くため、ユーロ圏内需は弱い動きを続け、結果として他の経済圏より低い成長率に留まると予想する。

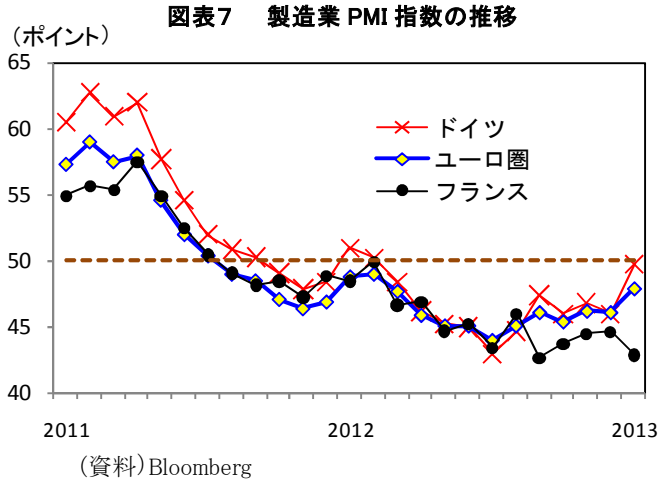
図表6　ユーロ圏実質経済成長率の推移



（資料）EUROSTAT

なお、ここに来て見られ始めた新たな動きとして、ユーロ圏中核国の間でも経済パフォーマンス格差拡大の兆しが見え始めたことが挙げられる。製造業 PMI 指数は、欧州金融市場が落ち着きを取り戻した 2012 年 9 月以降、ドイツでは明らかに上向き始めたのに対して、フランスで低迷が続いているのがその例である（図表7）。フランスは、ここ数年の貿易収支赤字拡大にも表れている輸出競争力の弱さや、同国銀行部門が周縁国に対する多額の投融資残高を有するという金融面での脆弱さ故に、フランスの企業マインド低迷が続いている可能性が指摘できよう。

図表7　製造業 PMI 指数の推移



（資料）Bloomberg

中核国間での経済パフォーマンス格差拡大は、周縁国を救済する側の経済力低下のみならず、国々の利害不一致を招きやすくなることを通じて、政府債務問題解決にとっての障害となる可能性を孕む。ユーロ圏経済の行方を見る上では、周縁国とコア諸国の間だけでなく、コア諸国間の格差拡大とそれがもたらす影響にも注意を払う必要があろう[2]。

[2] この点については本調査月報「ユーロ圏中核国でも目立ち始めた景気格差」で考察している。

(2)米国　～　財政不確実性と増税の影響で年前半は緩やかな成長、後半から加速

10-12 月期の米国 GDP は前期比年率▲0.1%と 3 年半ぶりの前期比マイナスに陥ったが、その中身を見ると、国防と民間在庫のマイナス寄与(単純合計で寄与度▲2.7%ポイント)が大きく足を引っ張っており、この 2 項目を除いた成長率は同＋2.5%となる(図表8)。住宅投資のプラス寄与が高まっている他、7-9 月期はマイナスだった企業設備もプラス寄与に戻り、個人消費の寄与度も拡大するなど、その内容は良好なものだったと言えよう。製造業 ISM 指数が 12 月の 50.2 から 1 月に 53.1 まで上昇するなど、他経済圏と比べて堅調な流れは変わっていない(図表9)。

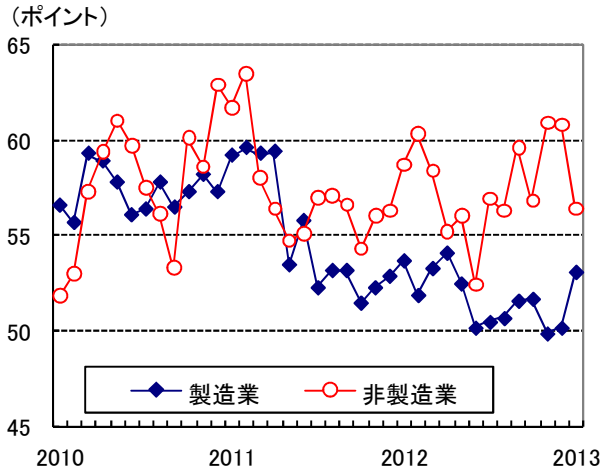
図表8　米国 GDP 成長率への項目別寄与度

(前期比年率、%)

	2012			
	I	II	III	IV
実質GDP	2.0	1.3	3.1	▲ 0.1
個人消費	1.7	1.1	1.1	1.5
非住宅(設備)投資	0.7	0.4	▲ 0.2	0.8
住宅投資	0.4	0.2	0.3	0.4
在庫増減	▲ 0.4	▲ 0.5	0.7	▲ 1.3
純輸出	0.1	0.2	0.4	▲ 0.3
輸出	0.6	0.7	0.3	▲ 0.8
輸入	▲ 0.5	▲ 0.5	0.1	0.6
政府支出・投資	▲ 0.6	▲ 0.1	0.8	▲ 1.3
国防・在庫除きGDP	2.8	1.8	1.7	2.5

(資料)米国経済分析局

図表9　米国 ISM 指数



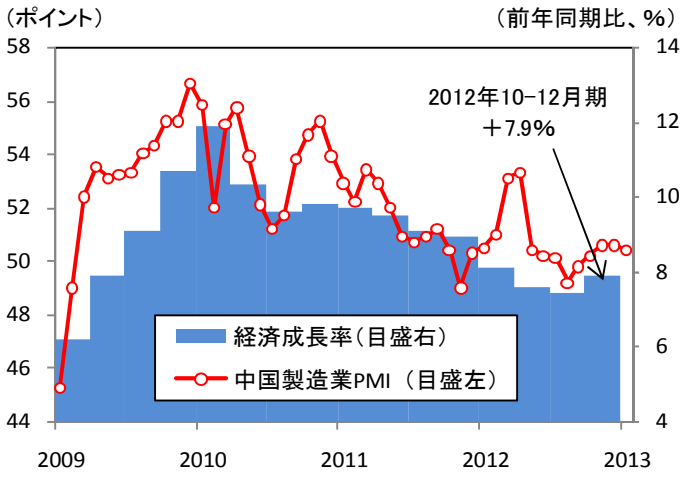
(資料)全米供給管理協会

但し、米国財政に関する不確実性は、2012 年末に一応の期限を乗り越えたとはいえまだ残っている。有効な財政再建策が立てられなかった場合の防衛費を中心とする歳出強制削減が 3 月より実行される可能性がある他、政府債務残高の上限を引き上げる期限は 5 月以降に先送りされたものの、増税と歳出削減を主張する民主党と歳出削減のみで財源確保を主張する共和党の隔たりは大きく、決着は視野に入ってきていない。更には、2013 年初めからの給与所得減税失効と高所得者層の増税や、ここにきて進み始めたガソリン価格上昇など、消費者マインドと実際の消費に悪影響を与える材料もある。こういった要因から、2013 年前半は成長率で年率 2%前半の緩やかな成長に留まり、増税の影響が薄れる後半から加速していくと見ている。

(3)アジア新興国　～　中国でも回復の動きが続く

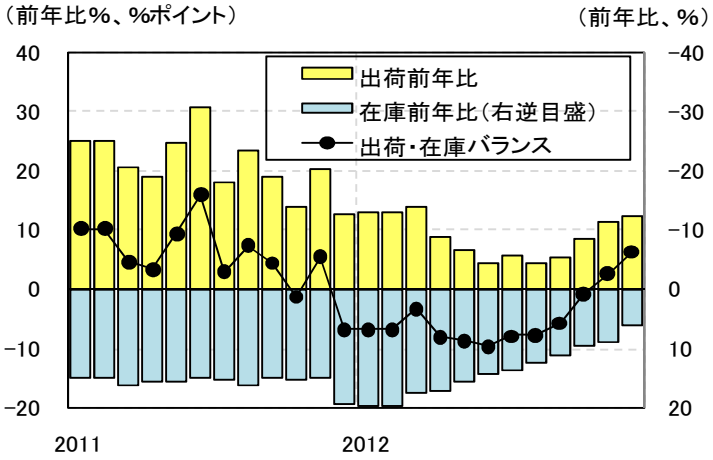
回復に向かっているのは中国景気も同様で、10-12 月期の経済成長率が前年同期比＋7.9%と、7-9 月期の＋7.4%から上昇した他、出荷と在庫バランスの改善が続くなど、緩やかな回復が続いている(図表 10、11)。

図表 10　中国製造業 PMI 指数と経済成長率



（資料）CEIC

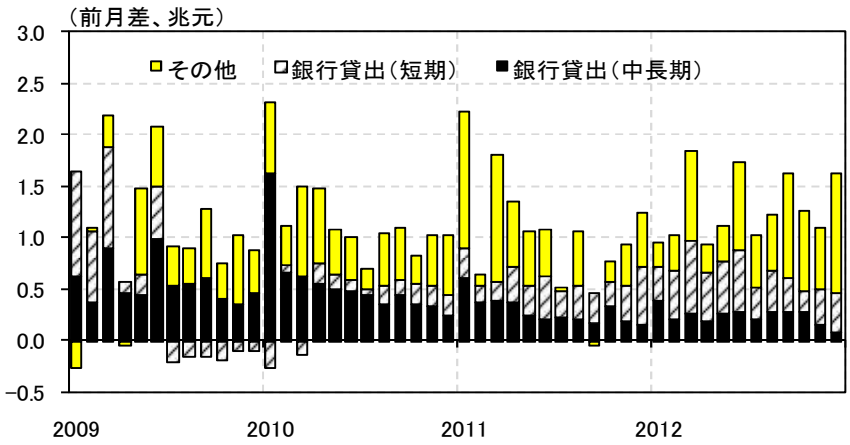
図表 11　中国製造業部門の出荷在庫バランス



（注）出荷・在庫バランス＝出荷（売上高）前年比－在庫前年比
（資料）CEICより三井住友信託銀行調査部作成

2012 年後半頃から、中国全体の信用状況を示す社会融資総量に占める銀行貸出以外の部分が増加していた（図表 12）。これに対して政策当局は、過剰流動性の発生防止と金融システムの信用秩序を維持する観点から、社債発行の厳格化や地方政府の資金調達手段を限定する措置を取った。この先も政策当局は物価や資産価格の高騰リスクに配慮しつつ、8%前後の成長ペースを保つスタンスを維持し、結果として中国景気の緩やかな拡大が続くと見る。

図表 12　中国社会融資総量の内訳



（資料）CEIC

以上 2013 年までの海外経済見通しをまとめると、ユーロ圏は政府債務問題が緊張化の局面と小康状態の波を繰り返す中で、全体としては低迷した状態が続く。中国では、2013 年春先から、経済政策の効果もあって景気減速期間を脱し、アジア諸国の景気を牽引していく。そして米国では年後半から財政を巡る不確実性が払拭されることと、増税の影響が剥落することで景気拡大ペースが高まっていく。2013 年半ばから、世界経済は米中を牽引役として上向いていくというのが基本的なシナリオである。

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

3. 2013 年度の日本経済見通し

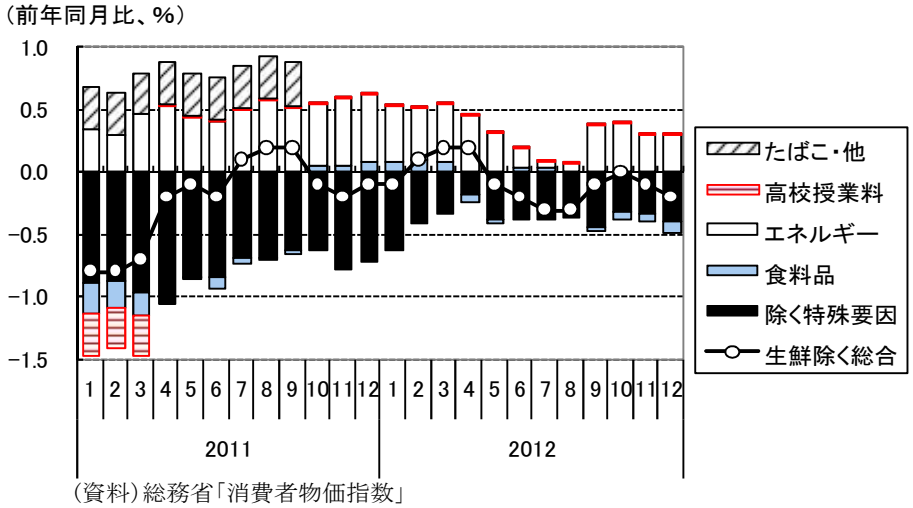
以上の海外経済見通しを前提とすると、2013 年度に入る頃から、日本からの輸出も海外景気拡大に加えて 2012 年秋からの円安効果が表れることで伸び率を高め、この動きを受けて国内企業の設備投資も上向いていくと見込む。そしてこの間、安倍政権の下で行われる公共投資が高い伸びを続け、2013 年度後半からは消費税率引き上げ前の駆込み需要が個人消費を押し上げるため、2013 年度の経済成長率は＋2.0%まで上昇すると予想する。

但しこの高成長は、あくまで公共投資と消費税率引き上げ前の駆込み需要という一時的な要因にかなり押し上げられたものであり、中長期的な成長期待を伴ったものにはならないだろう。翌 2014 年度は、公共投資の頭打ちと駆込み需要の反動による個人消費と住宅投資の減少によって、成長率が大幅に低下することは避けられない。国内企業が先行きに対してこのような見方をする中では、2013 年度内の設備投資は増加に転じるものの増加ペースはさほど高まらない。年度平均の伸び率は前年度中の減少が影響することもあって、低いものに留まるだろう（2013 年度設備投資予想：＋0.8%）。

こういった環境下では、企業が人件費の増加に対して寛容になりにくいために家計所得は明確な増加に至らない（2013 年度一人当たり雇用者報酬予想：前年比▲0.1%）。既に触れたように、円安によるエネルギー・および食料品価格上昇に伴う実質所得目減りの影響が徐々に現れてくるために、駆け込み需要を除いた個人消費の伸びは低いものに留まるだろう。安倍政権が6月までに取りまとめるとしている「成長戦略」によって日本の中長期的な成長期待が急激に高まれば、企業が設備投資姿勢を強めるとともに、人件費の増加を通じて早期のデフレ脱却も見えてくるが、現時点でそれほどのインパクトをもたらすことを前提として日本経済のシナリオを描くことは難しい。

そして家計所得と個人消費の持続的な伸びが期待できなければ、デフレ脱却への歩みも極めてスローペースなものに留まらざるを得ない。安倍政権はデフレ期待の払拭によって実際のデフレ脱却を早めることを目指し、日銀もそれに応えたものの、家計所得が増えない中ではその効果にも限界がある。2013 年度の消費者物価上昇率はエネルギーと食料品価格上昇によってプラスになっても、これら特殊要因を除いたベースではマイナスが続くだろう（図表 13）。またGDPデフレーターも前年比▲0.6%と、1998 年度から続くマイナスを脱するには至らない。

図表 13　日本の消費者物価の現状



（資料）総務省「消費者物価指数」

この基本的なシナリオから外れていくリスク要因として最も重要なのは、これまで同様に海外経済の下振れである。欧州には実体経済の悪化や国家間の格差拡大をはじめとして依然として多くの問題が残っており、この先金融市場が緊張化の局面を迎えて実体経済をさらに押し下げる可能性がある。米国経済に関しては、財政に関する不確実性や増税の影響が懸念材料である。住宅市場の回復に後押しされている現状で、この先急激な景気悪化に向かうことは考えにくいものの、世界経済の牽引役としての期待が集まっているだけに、思うように回復しなかった場合には金融市場・実体経済ともに悪影響が及ぶことが懸念される。アジアでは、中国景気が徐々に安定していることは明るい材料だが、消費主導の経済体質転換がまだ進んでいないだけに、過剰とされる資本ストックの調整圧力が顕在化して投資が伸び悩めば景気が下振れることは避けられず、この場合はアジア周辺国にも悪影響を及ぼすことになる。

海外景気の低迷が長引けば、日本では輸出が伸びなくなるとともに、設備投資の伸びも下振れする。そして円安になっても輸出が増えなければ、燃料輸入費用増加をはじめとする円安のデメリットが大きくなって個人消費への下押し圧力も強まる。日本経済にとってこの先の海外景気動向は、輸出増減のみならず、円安から受ける影響の良し悪しをも左右する、二つの意味で重要な要素になっている[3]。

4. 金融市場の現状と見通し

(1)長短金利

①日銀の金融政策

日銀は、「消費者物価上昇率で前年比＋1%を目途」としていた目指す物価上昇率についての文言を、1月 22 日の金融政策決定会合において「消費者物価上昇率で前年比＋2%を目標とする」に切り替えた。これとともに、現在の実質ゼロ金利と資産買入等基金枠による資産買入を継続する期間については「＋1%が見通せるようになるまで続ける」から、「必要と判断される時点まで継続する」に変更された。利上げの条件に関しては、日銀の裁量余地が拡大したと解釈できよう。

この変更によって、利上げとCPI 上昇率の関係は「従来通り＋1%が視野に入れば利上げに踏み切る」という見方と、「現在の政府との関係を踏まえると利上げのハードルは上がり、利上げの条件となる CPI 上昇率のハードルは高くなった(利上げは更に後ろ倒しになった)」という二通りの見方が有り得よう。この点は 3 月に交代する次期総裁のスタンスにも左右されるところであるが、現在の政府と日銀の関係を踏まえると、この先見込まれるのは金融緩和の強化であり、利上げが前倒しなるとは考えにくい。このため 2013 年度内の利上げの可能性はゼロに等しい。

②長期金利(10 年国債利回り)

2013 年度までの長期金利予想は、内外景気が回復に向かう中で上昇はするものの、この先も日銀による金融緩和強化が見込まれる中、2013 年度末でせいぜい1%前後の上昇ペースに留まるというのが基本的なシナリオである。

---

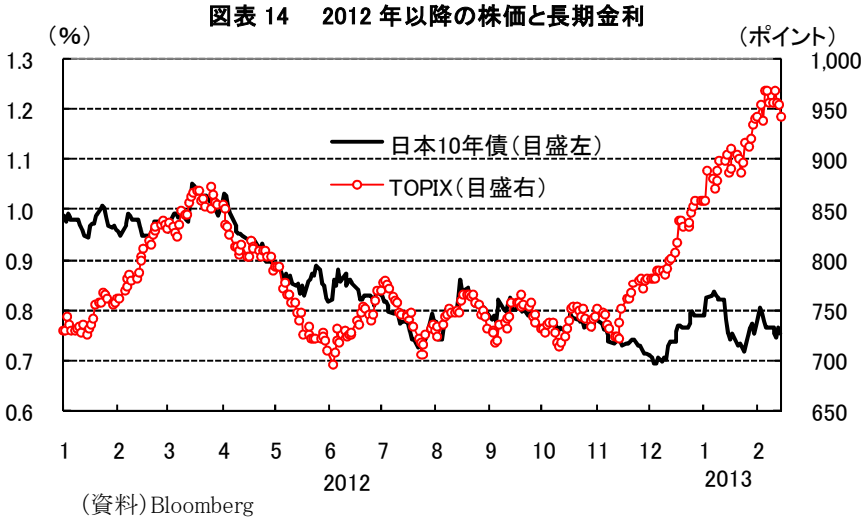
[3] この点については当社調査月報 No.10「円安が日本にもたらすメリットとデメリット」で考察している。

しかし、様々な観点から見て、長期金利を急激に上昇させる要因もいくつか出てきている。

その一つが米国金利上昇の可能性である。2011 年夏の政府債務上限問題によって米国債への「質への逃避」が強まって以来、米国長期金利は2%以下の異例に低いレンジで推移しているが、この先も景気回復の流れが続く中で、5月が期限となっている債務上限引き上げがスムーズに合意されるなどして米国財政に関する不確実性が払拭されれば、米国長期金利が一気に2%を超え、日本の国債利回りも引っ張られて上昇する可能性がある。

また日本国内でも、11 月以降円安とともに株価が上昇した結果、それまで連動性が高かった株価と長期金利の関係が崩れている（図表 14）。この状況は 2003 年の 5 月頃、先行して上昇していた株価の後を追う形で長期金利が急上昇した所謂「VAR ショック」の時と似ている。これら内外の要因で長期金利が急上昇する可能性が高まっていると考えられる。

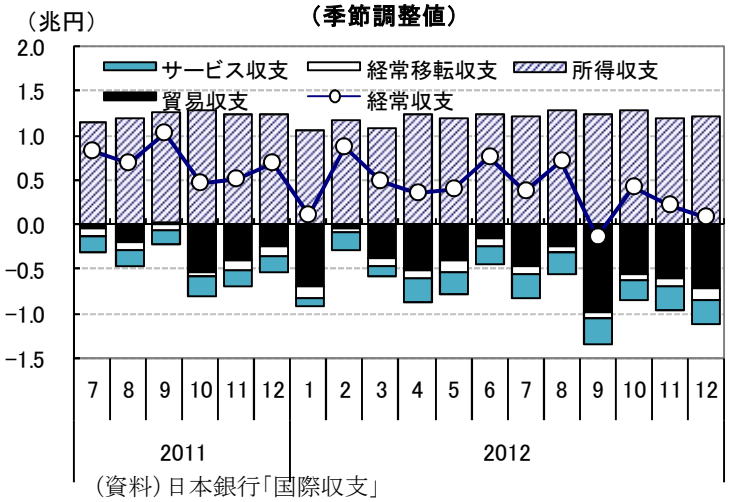
図表 14　2012 年以降の株価と長期金利



（資料）Bloomberg

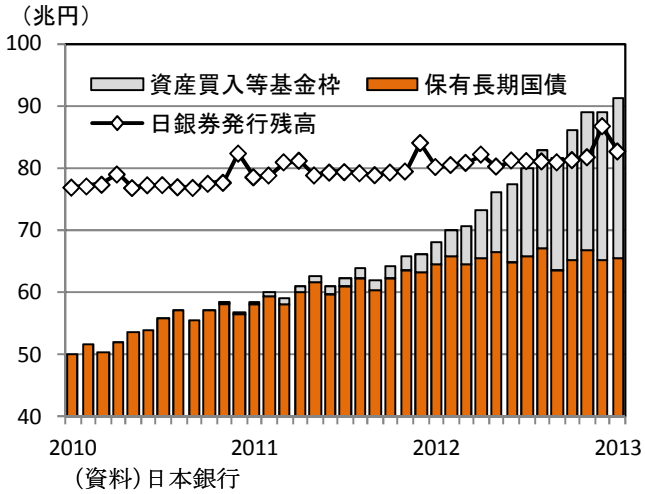
このシナリオはいわば「良い金利上昇」と言えるが、逆に「悪い金利上昇」のリスクも高まっている。すなわち、（ⅰ）緊急経済対策など大規模な財政支出によって政府債務の更なる増加が確実である中、（ⅱ）円安を志向した結果、貿易赤字の更なる拡大とともに経常収支黒字幅が目に見えて縮小していること、そして（ⅲ）既に日銀が保有する長期国債残高は日銀券発行額を上回り、中央銀行による財政補填を防ぐための「日銀券ルール」が事実上破られていることに加えて、（ⅳ）政府が日銀の金融政策に対する介入を強め、中央銀行の独立性が損なわれる懸念があるーというように、悪い金利上昇につながりかねない要因が複数出てきている（図表 15、16）。

図表 15　経常収支の内訳
（季節調整値）



（資料）日本銀行「国際収支」

図表 16　日銀が保有する長期国債残高



（資料）日本銀行

更に、日銀の金融政策に関する不確実性もある。3月に日銀総裁が交替するため、後任総裁がどういう考え方の持ち主で、政府の緩和要請に対してどう対処するか、そして実際にどのような金融緩和策を採用し、その効果がいつからどの程度現れてくるのかーといった点に関する市場の期待が振れやすくなると見られる。金融緩和強化による長期金利の低下は、その効果が出るという期待が高まれば即座に上昇に転じるという性格を持つ。今の日本が貿易赤字定着や、政府から日銀に圧力が加わっているという過去に経験した事がない環境にあることも、インフレ率や金融政策に対する市場予想の振れを過去よりも拡大させる要因となり得る。直ちに財政破綻に結びつくわけではないとしても、想定以上の長期金利上昇が起こる可能性は否定できず、日本国債周辺に生じるリスクには、引き続き注意を払っておく必要があろう。

（2）為替レート

①円ドルレート

前回の経済見通し公表時に1ドル＝80 円前後だった円ドルレートは、安倍政権の要請による日銀の金融緩和強化への期待で急速な円安に転じ、2013 年 2 月時点では同 90 円台前半まで円安が進んだ。この間の円安進行ペースがあまりに急なものであったことや、期待先行の色が濃かったこと、そして日銀の金融政策について総裁人事をはじめとする不確実性が残ることから、この先振れの大きい展開を予想する。ただトレンドとしては米国景気回復の流れが続く中で円安と見るのが自然であり、1ドル＝90 円台前半という現在の円ドルレートを出発点とすると、2013 年度後半の円レートは 90 円台後半が視野に入ってくると見る。

②円ユーロレート

日銀の金融緩和強化期待で円安が進んだのは対ユーロでも同様で、円ユーロレートは昨年 11 月の1ユーロ＝105 円前後から、2 月中旬には同 120 円台半ばまで円安ユーロ高が進んだ。この背景には、欧州債務問題が小康状態を続ける中で徐々にユーロに対する安心感が高まってきたことも大きいと見られ、このことはユーロドルレートにおいても、この 3 カ月間にドル安ユーロ高が進んだことを見てもわかる。

しかし、欧州に関しては実体経済の悪化をはじめとして多くの課題が残っているため、こういったリスク要因が向こう 1 年のユーロレートに全く影響を与えずにユーロ高が進むとは考えにくい。この先再び緊張化の局面を迎えること可能性が高いことを踏まえて、2013 年度末まで、1 ユーロ＝120 円前後を中心に振れの大きい展開を予想する。

（経済調査チーム　花田 普：Hanada_Hiroshi2@smtb.jp）

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。

総括表　　2012・2013年度の経済見通し

（作成日：2013年2月22日）

	2012年度		2013年度		2012上	2012下	2013上	2013下
	実額	前年度比%	実額	前年度比%				
＜実質･2000年基準＞								
国内総支出	518.2	0.9	528.6	2.0	0.0	-0.4	1.2	1.9
					2.1	-0.3	1.0	3.0
民間最終消費	308.9	1.4	312.1	1.1	0.4	0.2	0.2	1.6
					2.2	0.6	0.4	1.7
民間住宅投資	13.6	5.0	14.3	4.6	2.2	5.0	2.3	-0.3
					2.9	7.1	7.4	2.0
民間設備投資	66.1	-2.0	66.6	0.8	-3.3	-4.4	1.8	2.2
					4.2	-7.4	-2.5	4.1
民間在庫品増加(実額)	-2.9	寄与度 -0.1	-1.0	寄与度 0.4	-2.9	-2.9	-1.5	-0.4
政府最終消費	101.8	2.4	103.6	1.8	1.3	1.0	0.9	1.0
					2.6	2.3	1.9	1.8
公的固定資本形成	23.2	14.5	24.9	7.5	11.8	3.7	4.5	2.1
					13.2	15.4	9.1	6.3
財貨･サービス輸出	80.1	-2.7	79.8	-0.3	-0.9	-6.1	1.6	2.7
					1.8	-7.1	-4.5	4.1
財貨･サービス輸入	72.6	3.2	72.0	-0.8	2.5	-2.8	0.0	1.4
					7.0	-0.5	-2.7	1.3
内需寄与度	1.8	民需 0.7	1.9	民需 1.2				
外需寄与度	-1.0	公需 1.2	0.1	公需 0.7				
＜名　目＞								
国内総支出	474.2	0.2	481.0	1.4	-0.4	-0.6	0.8	1.7
					1.2	-0.8	0.2	2.6
ＧＤＰデフレーター	91.5	-0.7	91.0	-0.6	-0.8	-0.5	-0.8	-0.3
企業物価　＊(10年=100)	100.5	-1.1	101.7	1.2	-1.4	-0.7	0.4	2.0
輸出物価　＊(10年=100)	96.9	-0.2	102.5	5.8	-3.3	3.0	7.0	4.7
輸入物価　＊(10年=100)	109.7	1.3	120.7	10.0	-2.5	5.2	11.2	8.8
消費者物価　＊(10年=100)	99.7	-0.1	99.8	0.1	-0.2	0.0	0.1	0.2
鉱工業生産　＊(05年=100)	89.7	-3.7	90.9	1.3	0.1	-7.4	-2.1	4.9
失業率　(%)	4.3	-0.3	4.1	-0.1	4.3	4.2	4.3	4.0
雇用者数　＊(万人)	5,505	0.1	5,502	-0.1	0.1	0.0	-0.2	0.1
1人当雇用者報酬伸び率＊(%)	-0.2	―	-0.1	―	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1
新設住宅着工戸数（万戸）	89.7	6.6	81.3	-9.3	87.6	90.7	88.2	74.2
貿易収支　(10億円)	-6,855	―	-8,601	―	-2,644	-4,211	-4,536	-4,065
輸出　＊(10億円)	60,617	-3.2	63,435	4.6	-0.9	-5.5	-0.1	9.6
輸入　＊(10億円)	67,472	2.1	72,036	6.8	3.4	0.8	5.6	7.9
所得収支　(10億円)	14,463	―	15,426	―	7,524	6,939	7,983	7,442
経常収支　(10億円)	3,711	―	3,525	―	2,759	952	1,720	1,805
ﾏﾈｰｻﾌﾟﾗｲ ＊(M2､兆円)	820.9	2.3	837.1	2.0	2.4	2.2	2.0	2.0
円/ドルレート（円、期中平均）	82.9	―	94.5	―	79.4	86.4	94.1	95.0
輸入原油価格（ﾄﾞﾙ／ﾊﾞﾚﾙ）	113.5	―	114.4	―	114.6	112.4	113.3	115.5
米国実質GDP(10億ドル)	13588.8	2.2	13844.9	1.9	2.3	1.8	1.6	2.5

（注）GDP項目の実額の単位は兆円、半期別成長率は上段が季調済前期比、下段は前年同期比。内外需寄与度はGDP前期比に対するもの。
＊印は前年同期比、消費者物価は生鮮食品を除くベース。半期の住宅着工戸数は季調済年率。
米国は暦年ベース、半期別成長率は年率換算。

（期間平均値）

	2012/4-6	7-9	10-12	2013/1-3	4-6	7-9	10-12	2014/1-3
コールレート(無担保･翌日)	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
10年国債利回り	0.88	0.79	0.75	0.77	0.81	0.85	0.91	0.98
円ドルレート	80.2	78.6	81.2	91.7	93.8	94.4	94.9	95.1

→予測

ユーロ圏中核国でも目立ち始めた景気格差

＜要旨＞

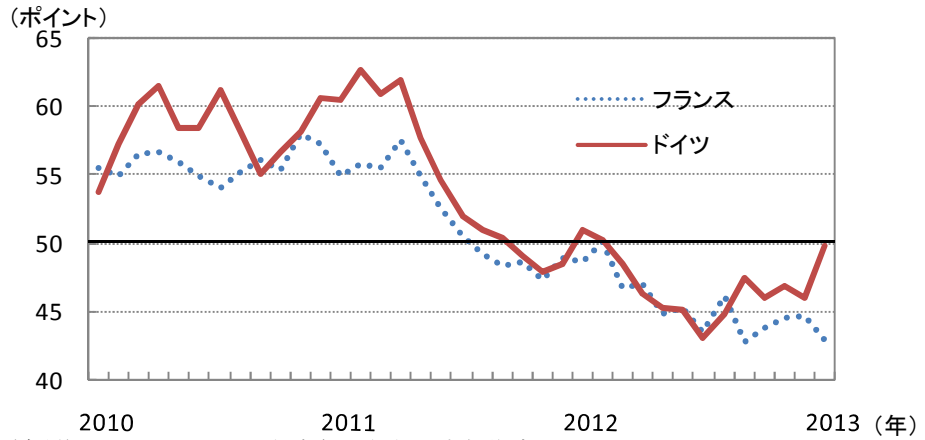
ユーロ圏において、中核国と周縁国の間で景気動向の格差が生じていることはこれまでもたびたび指摘されてきたが、ここにきてドイツとフランスという中核国の間でも格差拡大の兆しが見え始めている。格差拡大の最大の要因は、労働コストの差に起因する輸出競争力の差であり、これが両国製造業部門の動きに相違をもたらした。そしてこの格差は、リーマン・ショック以降の雇用情勢、および対外収支にも顕著に表れている。

今後もこの流れが変わらなければ、他国がフランスを見る目が徐々に厳しくなり、格下げなどによる金融市場の状況悪化によって実体経済が更に押し下げられる悪循環に陥る恐れもある。中核国間の格差拡大は、利害不一致を招きやすくなることを通じて、政府債務問題の解決を遠ざける要因となりかねない。これまでは中核国と周縁国の格差に注目が集まってきたが、今後は中核国間の格差拡大とそれがもたらす影響にも注意を払う必要があろう。

1．中核国でも目立ち始めた格差

ユーロ圏では、欧州中央銀行（ECB）による国債買い入れスキーム（OMT）の導入以降、金融情勢は小康状態を保ってきたが、この間も実体経済は悪化の一途を辿ってきた。その過程では、景気悪化が著しい周縁国に対して、中核国は相対的に堅調な状態を維持することで両者の経済パフォーマンスの格差が鮮明になってきたが、足許では、中核国の間でも格差が拡大する兆しが見え始めてきた。その一例が製造業 PMI の動きで、ドイツの製造業 PMI は OMT 導入後の 2012 年秋から底を打ち、直近 1 月は業況判断の好悪の境目である 50 に近い水準まで回復したのに対して、フランスはなお低迷が続いており、その方向性に明らかな差が出ている（図表 1）。そこで本稿では、ユーロ圏中核国の間でも経済格差が拡がり始めた可能性とその背景について、ドイツとフランスの経済情勢比較の視点から検討していきたい。

図表1 製造業 PMI の推移

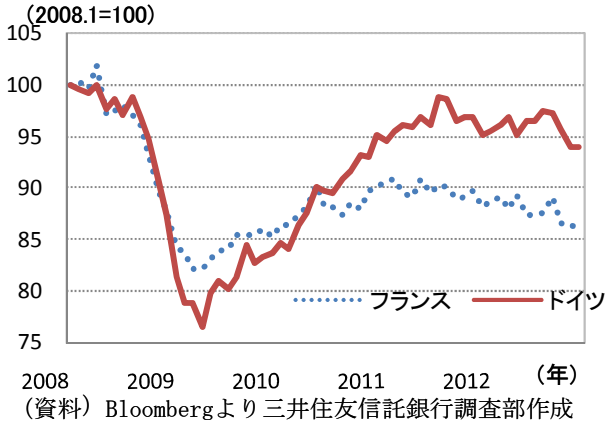


（資料）Bloombergより三井住友信託銀行調査部作成

2．格差拡大の要因　～　独仏比較の視点から

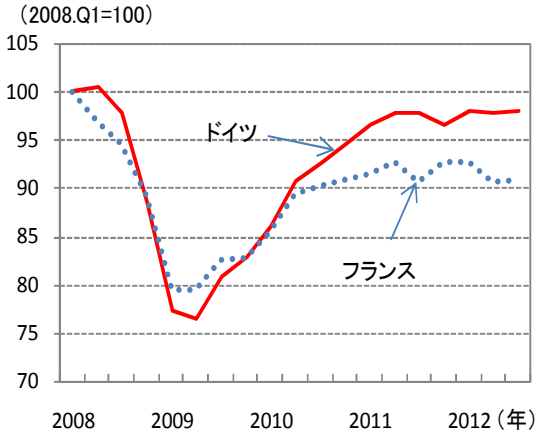
ドイツとフランスの鉱工業生産の動きをみると、足許では双方とも弱い動きをしている点で大きな差はない。しかしリーマン・ショック期まで遡って比較すると、リーマン・ショックによる落ち込みはドイツの方が大きかったものの、その後の回復スピードはドイツの方が圧倒的に速く、結果としてドイツがリーマン・ショック前にかなり近い水準まで回復しているのに対して、フランスは大幅に下回ったままとなっている（図表2）。そしてこの差が生じた最大の要因は、生産とほぼ同じ動きをしている輸出の動きの差に求めることができよう（図表3）。

図表2　鉱工業生産の推移



（資料）Bloombergより三井住友信託銀行調査部作成

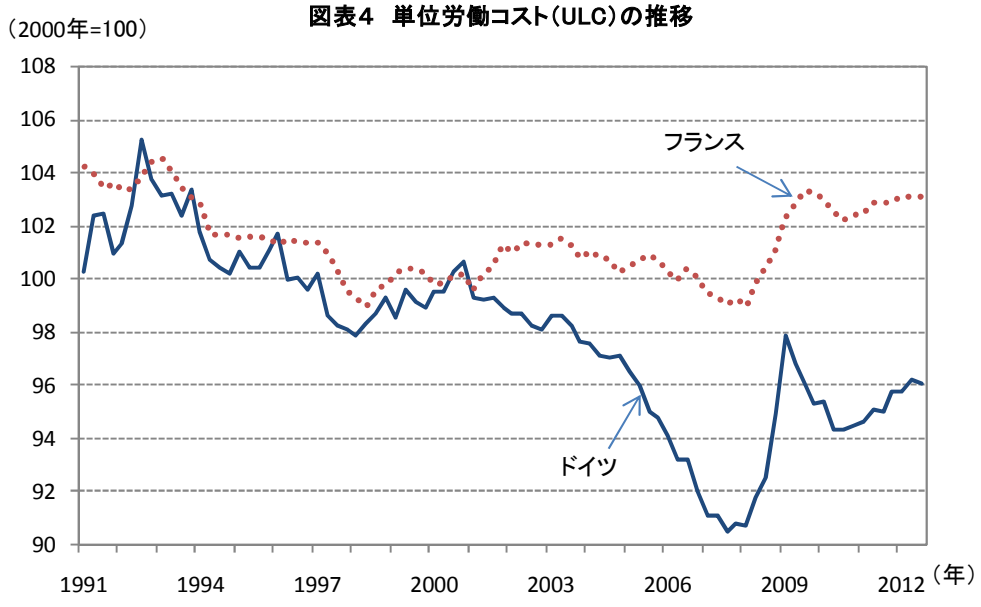
図表3　輸出数量の推移



（資料）EUROSTATより三井住友信託銀行調査部作成

独仏間の輸出に明確な差が出た理由として、しばしば挙げられるのが輸出競争力の格差である。両国の単位労働コスト（ULC）の推移を見ると、2000 年代前半からドイツでは大きく低下した一方で、フランスは高止まりしており、この頃から両国の格差が明らかに拡大している（図表4）。

図表4　単位労働コスト（ULC）の推移



（資料）EUROSTATより三井住友信託銀行調査部作成

2000 年から直近まで過去 10 年余りの単位労働コストの平均伸び率を賃金要因と生産性要因に分解して両国で比較すると[1]、生産性の伸びはドイツが 2.3%、フランスが 2.6%とほぼ同じだが、賃金の伸びはそれぞれ 1.9%、2.8%と大きな差があり、これが単位労働コストの格差拡大の主因であることがわかる。(図表5)

図表5　単位労働コスト(ULC)の要因分解(2000～2012.3Q)

(前年同期比平均伸び率 %)

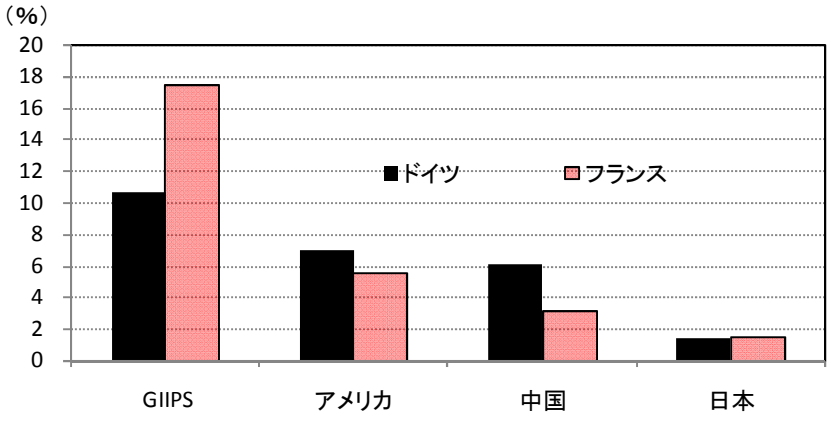
	ドイツ	フランス
ULC	▲ 0.3	0.3
時給	1.9	2.8
生産性	2.3	2.6

(資料)EUROSTAT、OECDSTATより三井住友信託銀行調査部作成

ドイツの賃金上昇率が低く抑えられた背景としては、法定最低賃金の制度が存在しないことや、2000 年代前半にシュレーダー政権下で行われた労働改革の成果が挙げられる。派遣労働分野の拡大、解雇規制の緩和などのほか、失業手当水準の引き下げなど構造改革に取り組んだ結果が雇用コストの抑制につながっている。この間のドイツの消費者物価指数(HICP)は、年平均1.7%上昇しており、賃金上昇率は物価上昇並みであるが、フランスでは、法定最低賃金が物価動向を反映して毎年改定される制度が残っていることに加え、労働組合が強く雇用者保護が強いため、賃金は物価上昇率(年平均 1.9%)を大きく上回るペースで伸び、ドイツと競争力の差が生じる結果となった。

労働コストの差に起因する輸出競争力以外に独仏輸出に格差をもたらした要因としては、輸出先の違いも大きいと見られる。2011 年の輸出先シェアを比較すると、フランスはユーロ圏内向け、特に政府債務問題によって内需の減少が著しい GIIPS 諸国への輸出シェアがドイツと比べて高くなっている(図表6)逆に、先進国の中でも高い経済成長率を維持してきたアメリカや、新興国の代表格である中国への輸出シェアはドイツの方が高い。こうした相違は、短期的にも長期的にも輸出の差をもたらす要因になってきたと見られる。

図表6　輸出先シェアの独仏比較(2011 年)



(資料)UNCTADより三井住友信託銀行調査部作成

[1]単位労働コストの伸び率から、賃金伸び率を差し引いた分を労働生産性の伸び率とした。

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

前掲図表 1 で見たように、2012 年秋以降、製造業の PMI 指数に明確な差が出ている理由は、欧州の金融市場が落ち着きを取り戻してユーロ高が進む中でも、輸出競争力が高く、かつ景気底打ちが明確になりつつある米中との貿易パイプが太いドイツの製造業部門でマインドが改善したのに対して、フランスでは、ユーロ高の悪影響をまともに受けて企業マインドの低迷が続いている可能性がある。2月5日の欧州議会において、オランド大統領が「ユーロ圏としての為替政策が必要である」という発言をすることによってユーロ高に懸念を表したのも、その表れであろう。

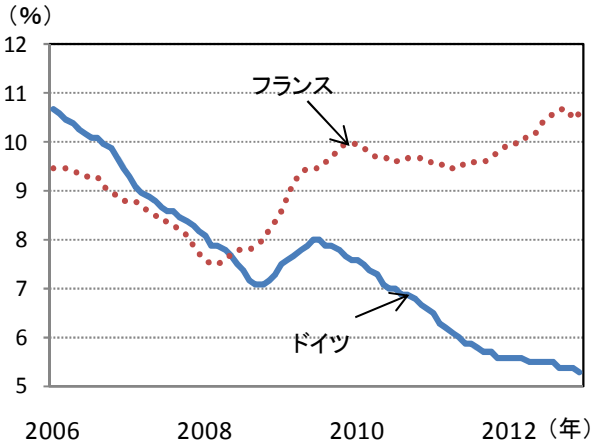
3．雇用情勢でも拡大する独仏格差

独仏の格差は、雇用情勢でも鮮明になっている。2008 年半ばまでドイツの失業率はフランスを上回っていたが、リーマン・ショックを境に逆転した。2009 年に入ってからは、ドイツの失業率はほぼ一本調子に低下を続け、直近 2012 年末には 5.3%と東西ドイツ統一後の最低水準を更新しているのに対して、フランスはリーマン・ショック以降ほとんど低下せず、逆に 2011 年半ば以降上昇して 2012 年 12 月には 10.6%と、ドイツの二倍の水準となっている（図表7）。

ここまで格差が拡大した原因を探るため、独仏それぞれにおいてリーマン・ショック時から足許までの雇用者数の変化を見ると、ドイツでは 3.1%増加しているのに対して、フランスでは 0.76%減少している。そして業種別の動きの差を見ると、製造業および製造業と結びつきが強い卸売業、運輸業において、雇用者数の動きの差が目立っていることがわかる（図表8）。

この間の製造業雇用者数の推移を見ると、ドイツではリーマン・ショック後 1 年ほど経過した 2009 年半ばに下げ止まり、その後は欧州債務問題が顕在化する中でも緩やかに増加してきた。一方のフランスは、多少の凹凸を伴ってはいるものの減少傾向が続いている（図表9）。輸出および生産活動という企業部門のパフォーマンス格差が、雇用情勢の格差となって現れている姿が見て取れる。

図表7　失業率の推移



（資料）EUROSTATより三井住友信託銀行調査部作成

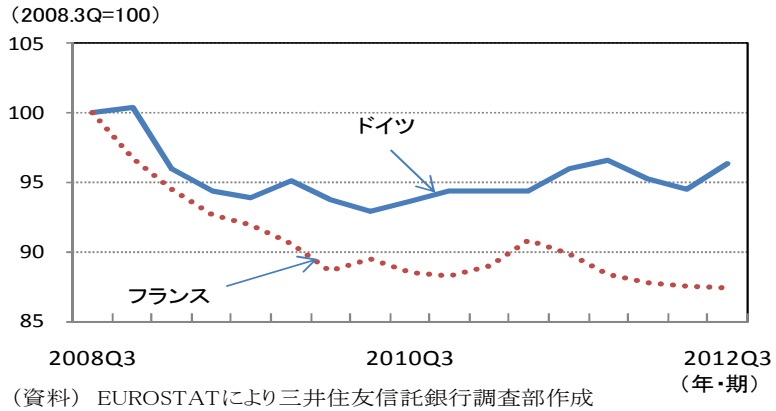
図表8　主な産業の雇用者数の変化

（2008Q3～2012Q3）

	ドイツ		フランス		
	増加率(%)	寄与度	増加率(%)	寄与度	寄与度差
全産業	3.12	3.12	▲ 0.76	▲ 0.76	3.88
製造業	▲ 3.66	▲ 0.78	▲ 12.56	▲ 1.24	0.46
建設	3.33	0.22	▲ 5.52	▲ 0.28	0.51
卸小売	1.44	0.19	▲ 2.94	▲ 0.26	0.45
運輸倉庫	4.74	0.22	▲ 5.20	▲ 0.19	0.42
宿泊飲食	8.13	0.31	9.59	0.23	0.07
情報通信	6.96	0.22	7.52	0.13	0.09
金融	▲ 0.45	▲ 0.02	3.13	0.07	▲ 0.08
医療福祉	15.12	1.71	8.65	0.73	0.98

（資料）EUROSTATより三井住友信託銀行調査部作成

図表9　製造業雇用者の推移



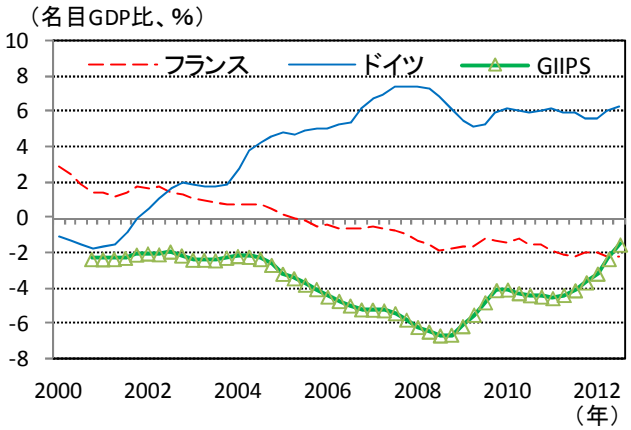
（資料）EUROSTATにより三井住友信託銀行調査部作成

4．まとめ～　中核国間の格差拡大の影響

既に見たような輸出競争力の差は、自然な帰結として貿易収支、経常収支の差となって現れている。ドイツが経常黒字を拡大し続け、さらに周縁国の一部でさえも貿易収支が改善に向かう中で、フランスは経常赤字の拡大が続いている。

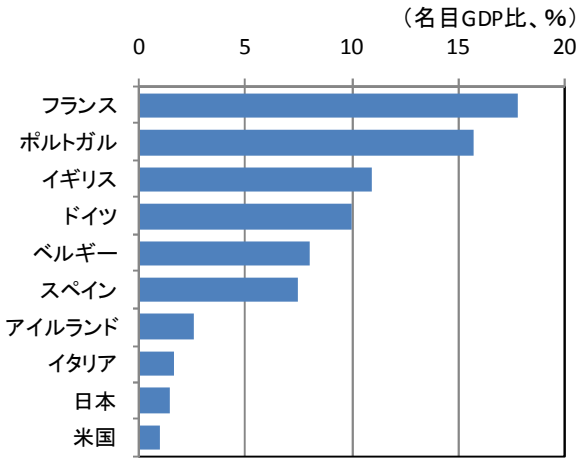
ギリシャなど周縁国に対する見方が急激に厳しくなった要因が、政府の財政赤字と並んで経常赤字だったことを踏まえると、フランスの経常収支がこの先も改善しなかった場合、フランスの銀行部門がGIIPS向けに多額の与信を行っていることもからも、他国からの見方が徐々に厳しくなり、格下げなどによる金融市場の状況悪化によって実体経済が更に押し下げられる悪循環に陥る可能性もある。

図表 10　経常収支の格差



（資料）EUROSTATより三井住友信託銀行調査部作成

図表 11　GIIPS 諸国向け国際与信（2012 年 9 月末）



（資料）BIS、IMFより三井住友信託銀行調査部作成

ユーロ圏中核国の中で経済パフォーマンスが低下し続ける国が出れば、周縁国を救済する側の経済力が低下していくのみならず、救済国側の利害不一致を招きやすくなることを通じて、政府債務問題の解決を遠ざける要因となりかねない。今後、ユーロ圏経済の行方を見る上では、周縁国と中核国の間だけでなく、中核国間の格差拡大とそれがもたらす影響にも注意を払っていく必要があろう。

（経済調査チーム　薫　貞明：To_Sadaaki@smtb.jp）

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。

個人年金保険の 3 つの潮流

～キーワードは「定額型」「小口化」「若年層」～

＜要旨＞

ここ数年の個人年金保険の動向をみると、①定額型 8 割、変額型 2 割が定着、②保険金額が小口化、③20～30 代の若年層の加入が増加―といった特徴が認められる。

若年層の加入増の背景には、老後の経済不安の高まりがあり、「老後資金の準備」という個人年金本来の機能に対するニーズ―いわば「実需」―が増加しているとみられる。

従来、「家計の資産運用商品」としての色合いが強く、運用環境による販売の浮き沈みが大きかった個人年金保険だが、こうした「実需」が拡大していけば、より安定的、長期的な成長が期待できる。

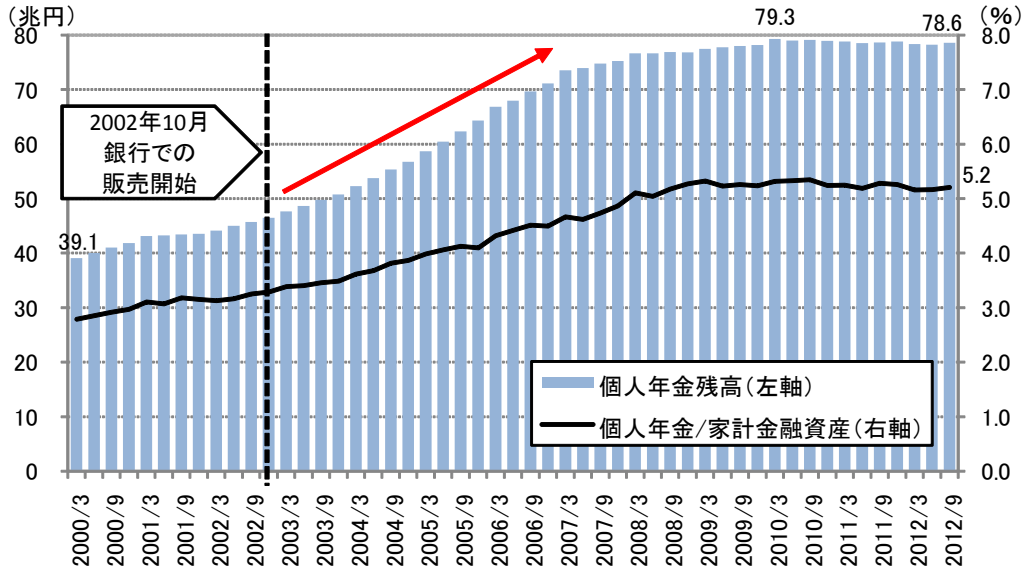
1．残高は 80 兆円で足踏み

個人年金保険の残高は、2000 年 3 月末の 39.1 兆円から 2010 年 3 月末の 79.3 兆円へと 10 年間でほぼ 2 倍に増加した（図表1）。増加率が特に高かったのは 03 年から 07 年頃にかけての時期で、運用環境の好転により年金保険の予定利率が上昇したことや、02 年 10 月に銀行による個人年金保険の取り扱いが解禁となり販売チャネルが拡大したことがプラスに働いたと考えられる。

ただ、2010 年以降の残高は横ばいからやや減少傾向にあり、足下でも 80 兆円に届いていない。また、家計金融資産全体に占める個人年金保険のシェアも、5%強で頭打ちとなっている。

このように、残高ベースでは 2 年以上足踏み状態が続く個人年金保険だが、中身を詳しく見るといくつかの動きが確認できた。ここでは大きく 3 点を取り上げる。

図表1　個人年金保険の残高と家計金融資産残高に占める比率の推移



（注）保険部門の「年金準備金」項目の四半期末負債残高。
（資料）日本銀行「資金循環統計」より三井住友信託銀行調査部作成。

2．定額型 8 割、変額型 2 割が定着

1 点目は、年金保険金額があらかじめ決まっている「定額型」と、運用実績により増減する「変額型」の残高比率が、ここ数年「8 割対 2 割」で固定化していることである。

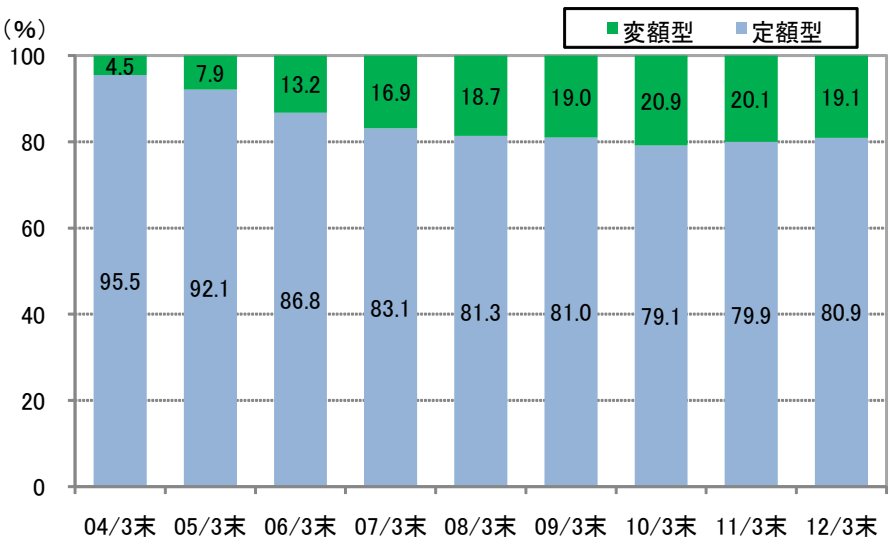
個人年金加入残高全体に占める変額型の比率は、04 年～09 年にかけ 4.5%から約 2 割へと急速に上昇し、その後は横ばいで推移している(図表2)。

比率の急上昇は、株価の上昇など良好な資金運用環境を背景に予定利率が大きく上昇した変額型個人年金が、投資信託とともに家計の資産運用商品の中核となり、加入が加速したことによる。

その後横ばいに転じた要因は、リーマンショック以降、家計の金融資産選択が安全性重視に傾き、「投資商品」としての性格が強い変額型個人年金への加入が減少したことであろう。また、保険各社が、運用環境の悪化で元本保証負担リスクが増加したことなどを理由に、相次いで変額年金保険の販売を一時休止したことも、新規契約にブレーキをかけたと考えられる。

現在日本で販売されている個人年金商品を投資性の強弱で分類すると、全体の約 2/3 が「投資性の強い商品（変額型に該当）」、1/3 が「投資性が弱いまたは投資性無しの商品（定額型に該当）」となっている[1]が、実際の加入残高ベースでみれば、前述のとおり定額型が 8 割、変額型が 2 割となっており、日本における個人年金保険の主流は依然として定額型といえる。

図表2　個人年金保険残高の変額・定額別シェア（金額ベース）

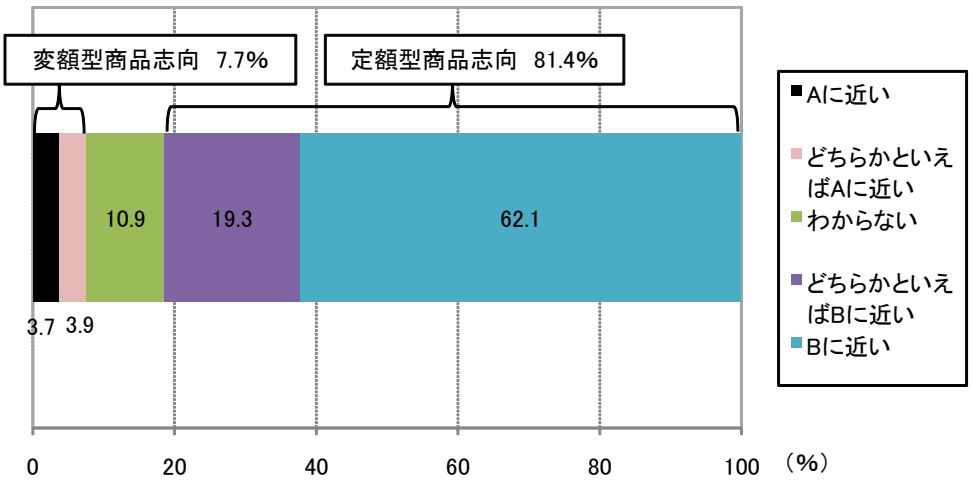


（資料）生命保険協会「生命保険事業概況」より三井住友信託銀行調査部作成。

1 日本で現在取り扱われている個人年金保険 128 商品を、投資性が強いタイプ（変額年金保険、外貨建て年金保険、市場価格調整(MVA：Market Value Adjustment)を利用した年金保険）と投資性が弱いまたは無いタイプ（前記の 3 種以外の年金保険）に分類すると、前者が 68.0%、後者が 32.0%であった（生命保険協会「生命保険かんたんナビ」より三井住友信託銀行集計）。

生命保険や個人年金保険に加入する場合の希望商品タイプをたずねた調査でも、回答者の 8 割以上が定額型商品志向であり（図表3）、金融資産選択にあたっての日本人の「安全志向の高さ」は、個人年金保険についてもあてはまるといえそうだ[2]。

図表3　生命保険・個人年金保険商品に対する意向（定額か変額か）



A‥‥運用実績により保険金額が増加したり減少したりする商品への加入を希望
B‥‥保険金額があらかじめ一定額に決められた商品への加入を希望
（資料）生命保険文化センター「生活保障に関する調査（2012 年度）」より三井住友信託銀行調査部作成。

3．進む保険金額の「小口化」

2 点目は、08 年以降、1 件あたり平均保険金額の減少、すなわち個人年金保険の「小口化」が進んでいることである。

個人年金保険の残高件数と保険金額の推移をみると[3]、加入件数が年間 85 万件ペースでコンスタントに増え続けているのに対し、平均保険金額は、07 年～09 年にかけてと 10 年以降の 2 回にわたり減少している（次頁図表4）。

ピーク時 07 年 3 月末と足下 12 年 3 月末の保険金額を比べると、543 万円から 501 万円へと 40 万円以上減少している。個人年金保険残高の増加が 07 年頃から鈍化し、10 年以降横ばいから減少に転じた（前掲図表1）のは、加入件数の伸び悩みによるものではなく、個人年金保険の「小口化」に起因しているといえよう。

---

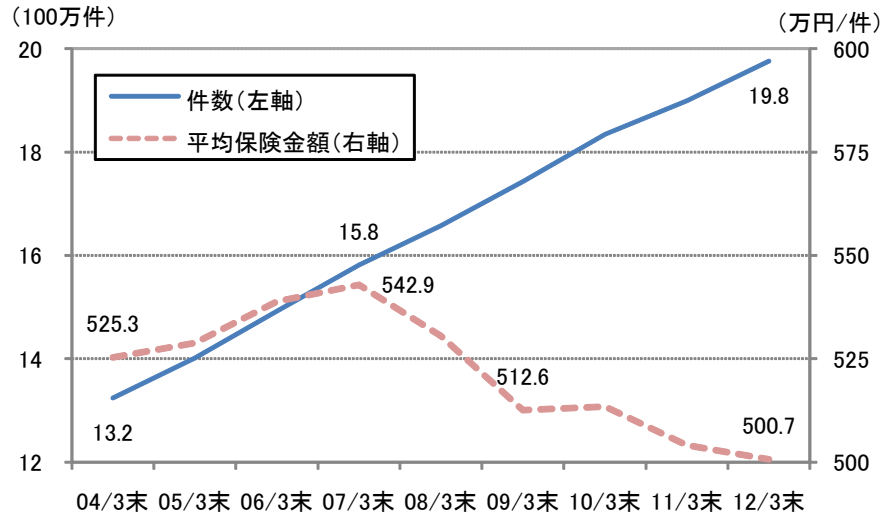
2 もちろん、運用環境の好転で、変額型個人年金保険が再度脚光を浴びる可能性はある。実際、このところの株価上昇ないしは一層の上昇期待から、一部生命保険会社では同保険の販売が回復している。

3 個人年金保険の残高を把握できる代表的な統計は、①日銀「資金循環統計」と②生命保険協会「生命保険事業概況」の 2 つ。図表 1 で用いた①「資金循環統計」は金額ベースのみのデータなので、ここでは件数・金額の両方のデータが得られる②「生命保険事業概況」を用いた。数字のとり方が異なるので両統計の金額は一致しないが、変化のトレンドは同じ。

個人年金保険の「小口化」は、新規契約時の保険金額の低下と、既存契約の減額の両面で発生している。いずれについても、最大の理由は、リーマンショック後の雇用・所得環境の悪化と考えられる。

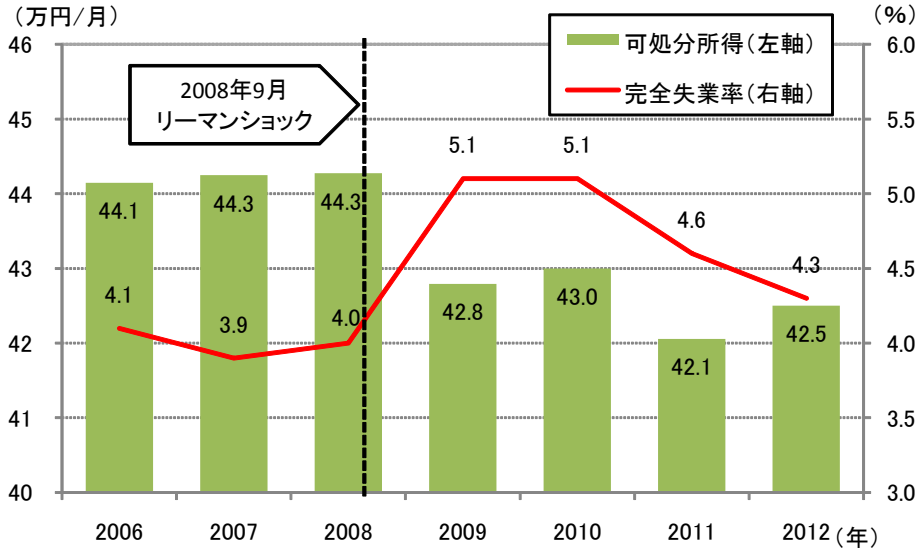
月額 44 万円台で安定していた家計の可処分所得が、09 年以降は 42 万～43 万円に落ち込み、失業率も、4%付近から一気に 5%超まで上昇し、現在も 4%台半ばに留まっている（図表5）。こうした中で、家計引き締め策の一貫として、消費の切り詰めとともに保険のスリム化を図る世帯は少なくなかった。

図表４　個人年金保険の残高件数と平均保険金額



（注）平均保険金額＝保有契約金額／保有契約件数。保有契約金額は、年金開始前の契約については年金開始時における年金原資」、年金開始後の契約については「各時点における責任準備金」。
（資料）生命保険協会「生命保険事業概況」より三井住友信託銀行調査部作成。

図表５　家計の可処分所得（月額）と完全失業率



（注）可処分所得は 2 人以上勤労者世帯。
（資料）総務省「家計調査」、「労働力調査」より三井住友信託銀行調査部作成。

更に、近年はインターネットなどの「通販チャネル」での個人年金保険への加入が増えており、一般に、こうしたチャネルの方が、銀行や保険会社職員による対面販売や、職場で加入する場合よりも保険金額を低く設定しやすいことから、個人年金保険の小口化促進に一役買っている可能性がある。

4．若年層の加入が加速

近年の個人年金保険動向の 3 つ目の特徴は、若年層の加入が増加していることである。

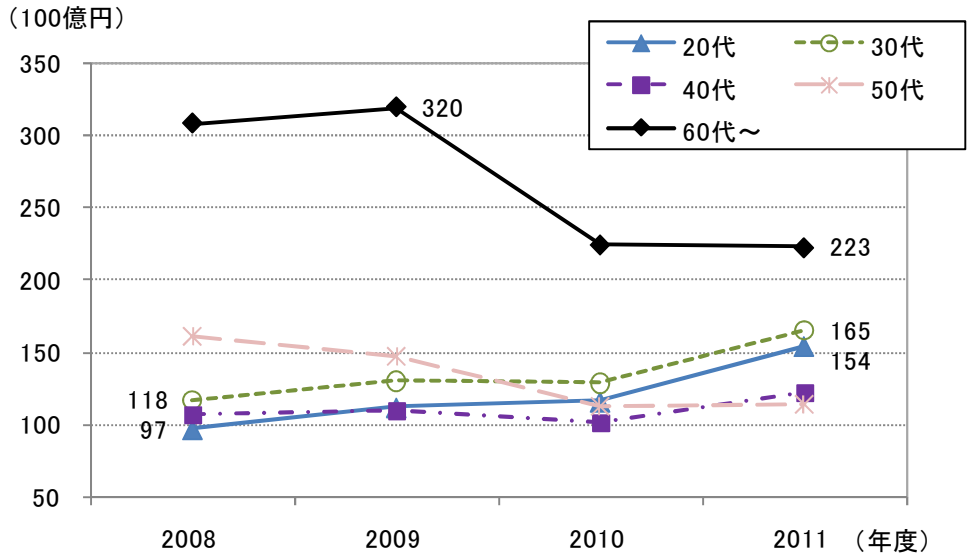
（1）30 代以下の加入シェアが 4 割強まで上昇

個人年金保険への新規加入動向を加入者年齢別にみると、20 代、30 代の若年層では増加、40 代ではほぼ横ばい、50 代、60 代では減少と、若年層の加入が加速していることがわかる（図表 6）。

20 代と 30 代の新規契約額は、08 年度には合計で 2.2 兆円弱であったが 11 年度には同 3.2 兆円まで増加した。一方、60 代以上の新規契約額は、ピーク時 09 年度の 3.2 兆円から 11 年度には 2.2 兆円へと、数字的に若年層とほぼ逆の動きをみせている。

この結果、個人年金保険新規契約額の年齢別構成比は足下 3 年間で大きく変化した。08 年度には、新規契約額全体の 4 割弱を 60 代以上の契約が、6 割弱を 50 代以上の契約が占め、30 代以下の若年層の契約は 3 割に満たなかったが、11 年度においては、30 代以下と 50 代以上の契約シェアが 4 割強で肩を並べている（次頁図表 7）。

図表 6　個人年金保険の年齢別新規契約額

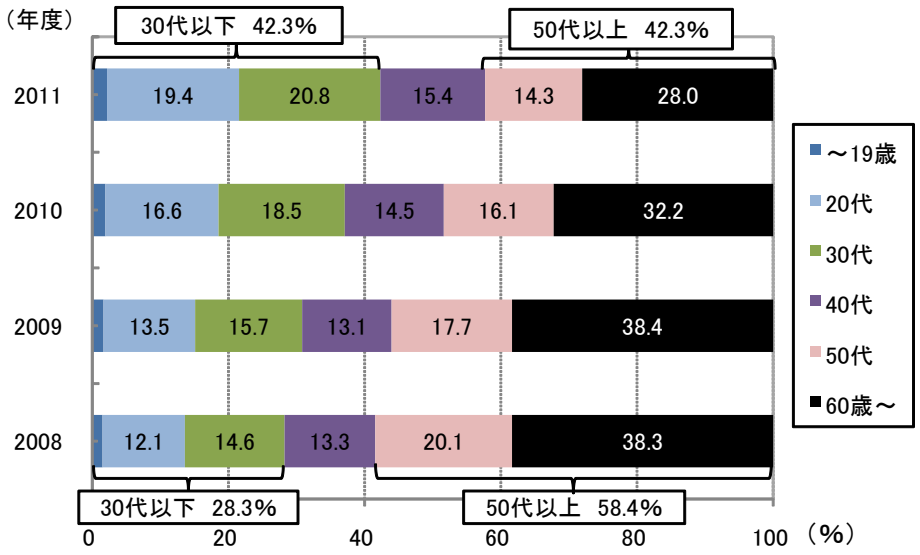


（資料）図表 6、図表 7 とも　生命保険協会「生命保険事業概況」より三井住友信託銀行調査部作成。

なお、更に細かく男女別・年齢別に加入状況の変化をみたところ、加入の増加が特に大きかったのは 30 代以下の男性、加入の減少が特に大きかったのは 50 代以上の女性であった[4]。

このため、新規契約額の男女別シェアにも若干変化が生じた。08 年度の個人年金保険の新規契約額に占めるシェアは男性が 44.1%、女性が 55.9%と 10%ポイント以上の開きがあったが、11 年度新規契約については、男性が 47.3%、女性が 52.7%と、その差が縮小している。

図表7　個人年金保険新規契約金額の年齢別内訳



(2)背後にある若者の老後経済不安

若年層の個人年金保険への加入が加速している背景には、老後の経済不安の高まりがあると考えられる。もちろん、老後の経済面に不安を感じている人はどの年代にも数多くいるが、各種意識調査から、不安の高まりはとりわけ若年層において大きいことが明らかになっている。

例えば、老後の生活資金の準備についてたずねたアンケート調査で、「不安」と回答した人の比率は、20 代、30 代において相対的に大きく上昇しており、12 年時点では 9 割に近づいている。また、「最も力を入れたい保障準備」をたずねた調査で「老後保障」と回答した人の比率も、若年層における上昇が大きい（次頁図表8）。

[4] 減少しているとは言え、中高年女性の個人年金保険への新規加入水準は相変わらず高い。2011 年度の新規契約額合計 7.95 兆円のうち 2.03 兆円、約 1/4 を 50 代以上の女性の契約が占めている。

若年層の間で老後の経済的不安が高まっている要因をさぐってみると、雇用に関する先行き不安の高まりが大きく影響しているようだ。

図表9は、年代別にみた老後生活についての具体的な不安内容である。20 代～30 代では、9 割近くが「公的年金だけでは不十分」であることを、4 割以上が「退職金や企業年金だけでは不十分」であることを不安内容として挙げているが、特に目を引くのは、「仕事が確保できない」という不安を抱える人の比率がこの 3 年で 3 割強から 4 割台半ばまで急上昇している点である。

近年、若年層における失業率の高止まりや非正規雇用者の増加が社会問題化しているが、こうした状況は当事者たちの意識にも投影されているといえよう。従来から膨らんでいた「公的年金や退職金・企業年金が不十分であること」による不安感に、「雇用の不確実性」からくる不安感が加わり、若年層が抱く老後の経済不安が一層増大していると考えられる。

図表8　　年代別にみた老後の経済的不安の変化

（%）

	老後の生活資金の準備について「不安」と回答した人の比率（注1）			最も力を入れたい保障準備として「老後保障」を挙げた人の比率（注2）		
	2009年	2012年	09年→12年変化	2007年	2010年	07年→10年変化
20代	82.7	87.0	4.3	10.8	16.7	5.9
30代	86.0	89.0	3.0	17.4	19.3	1.9
40代	86.9	84.9	▲ 2.0	22.7	21.6	▲ 1.1
50代	77.9	80.8	2.8	32.9	31.7	▲ 1.2
60代	66.8	63.7	▲ 3.1	25.5	26.6	1.1

（注 1）現在の資金準備について、「大丈夫」、「たぶん大丈夫」、「少し不安である」、「非常に不安である」の 4 つの選択肢のうち、「少し不安である」、「非常に不安である」と答えた人の合計比率。
60 代の比率は、70 歳以上を含む。
（注 2）「医療保障」、「老後保障」、「死亡保障」、「介護保障」の 4 つの保障領域の中から選択。
（資料）生命保険文化センター「生命保険に関する全国実態調査」（注 1）、「生活保障に関する調査」（注 2）より三井住友信託銀行調査部作成。

図表9　年代別にみた老後生活に対する不安の内容

（複数回答、%）

	公的年金だけでは不十分			退職金や企業年金だけでは不十分			仕事が確保できない		
	2007年	2010年	07年→10年変化	2007年	2010年	07年→10年変化	2007年	2010年	07年→10年変化
20代	85.1	86.9	1.8	39.0	42.6	3.6	31.3	46.0	14.7
30代	89.5	88.7	▲ 0.8	49.6	48.2	▲ 1.4	33.8	42.8	9.0
40代	88.8	88.2	▲ 0.6	45.3	46.4	1.1	33.9	39.4	5.5
50代	81.6	82.7	1.1	34.1	36.1	2.0	32.3	37.2	4.9
60代	67.7	76.2	8.5	10.6	16.8	6.2	19.5	22.2	2.7

（注）全年齢層合計でみた 2010 年の不安の内容上位 5 項目（①公的年金だけでは不十分、②日常生活に支障が出る、③自助努力による準備が不足する、④退職金や企業年金だけでは不十分、⑤仕事が確保できない）より抜粋。
（資料）生命保険文化センター「生活保障に関する調査」より三井住友信託銀行調査部作成。

若年層が期待薄と感じているのは、公的年金や退職金だけではないかもしれない。

今の若年層と 10 年前の若年層の「親の経済力（年収や資産）」を比較すると、年収、純金融資産残高（貯蓄－負債）ともに前者が後者を大きく下回っている（図表 10）。例えば、今の若年層の親（50 代）の平均年収は 852 万円で、10 年前の若年層の親（同）の年収より 119 万円も少なく、平均純金融資産残高にも 115 万円の開きがある。

あくまでも平均値ベースでの話だが、親が遺してくれる資産に期待する、あるいは期待することができる若者も、以前に比べ減っていると推測される。

公的年金や退職金だけでは不十分、将来の雇用の不確実性も高まっている上、親の遺産にも大きな依存はできないという状況にあって、若年層の老後資金の準備は他律型（他力本願型）から自律型へと移行しつつあり、これが個人年金保険への加入増加につながっているのではないか。

図表 10　若年層の親世帯の経済力比較（1999 年時点、2009 年時点）

（万円）

		平均年収			平均純金融資産残高		
		1999年	2009年	99年→09年変化	1999年	2009年	99年→09年変化
若年層の親の年齢	50代	971	852	▲ 119	1,072	956	▲ 115
	60代	678	600	▲ 78	1,977	1,853	▲ 124

（注）純金融資産残高＝貯蓄残高－負債残高
（資料）総務省「全国消費実態調査」より三井住友信託銀行調査部作成。

5．個人年金保険のこれから～若年層の「実需」に期待

これまでの個人年金保険は、「保険商品」というよりは、「投資信託と並ぶ家計の資産運用商品」という色合いが強く、その販売動向は、株価をはじめとした資金運用環境やそれに伴う家計のリスク資産投資マインドの変化に左右される部分が大きかった。

しかし、運用環境が芳しくなかった過去 3 年ほどの間に「若年層」という新しい顧客層が台頭してきたこと、更に、その背景にあるのが「将来に対する不安の高まり」という簡単には解消できない問題であることから、今後は、「老後資金の準備」という個人年金保険本来の機能に期待した加入ニーズ―いわば「実需」―が、若年層を中心に膨らんでいく可能性がある。

個人年金保険の安定的、長期的な成長のためにも、こうした「将来への備え」に重きを置いた加入が、従来からの「運用成果」を主目的とした加入とともに、個人年金需要を支える 2 本柱となることが期待される。

（経済調査チーム　青木 美香：Aoki_Mika@smtb.jp）

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。